

新華保險(1336 HK)

轉型優化開啓新篇章

- ❖ **大幅收縮銀保渠道躉交業務。**公司轉向可持續發展商業模式，由續期業務及利潤率較高的期交業務帶動增長。2017年一季，銀保渠道躉交業務大幅收縮，保費收入由2016年一季的人民幣167億元縮減至2600萬元。與此同時，個險渠道首年期交保費同比增長34.6%，達到91.7億元。儘管新華保險原保費收入同比減少20.0%，但是由於新業務價值率提升，我們相信2017年，該公司新業務價值增長仍將穩定保持在35%左右。繼2016年續期保費步出穀底之後，該部分業務將推動未來幾年原保費收入的增長。
- ❖ **健康保險業務迅速成長。**新華保險去年推出數款重疾險產品（例如“健康無憂”、“多倍保”），得到較好的市場反響。2016年，健康險保費占首年保費收入的20.9%，同比提升6.61個百分點。2017年，公司將繼續推進產品創新，豐富和完善其健康及醫療保險產品綫。隨著市場競爭日趨激烈，我們認為，健康險業務已逐漸成為新華保險的競爭優勢，能令其從與諸多人壽保險公司的差异化競爭中脫穎而出。
- ❖ **非標資產風險敞口或將下降。**2016年，新華保險非標資產風險敞口高于同業，在投資資產中占比達33.2%。據我們估計，30%至50%的非標資產匹配的是2013至2015年間賣出的銀保渠道躉交保單產生的負債。隨著這些產品逐步到期，我們認為，非標資產權重未來將會降至令投資者放心的水平。
- ❖ **業務改革提升營運效率。**業務改革包括但不限於：新的預算管理模式，“以收定支，績效掛鉤”；優化員工管理舉措，提升隊伍銷售業績等。我們相信，這些全方位、系統性的改革將會為新華保險帶來長遠收益。
- ❖ **下行風險。**(1) 業務轉型進度低於預期；(2) 非標資產風險敞口上升；(3) A股市場下行導致股票投資收益下降。以上因素皆有可能造成該公司目標價格下降。
- ❖ **目標價提升至48.96港元，維持買入評級。**基於業務結構持續轉型，經營模式不斷優化，我們對該公司的長遠發展和新業務價值增長保持樂觀。我們將目標價格提升至48.96港元，該價格分別對應2017和2018年預測內含價值的0.93倍和0.82倍。目前，該公司股價相當於2017年預測內含價值的0.77倍，潛在升幅21.3%。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入(百萬人民幣)	111,859	112,560	114,863	134,855	157,387
總收入(百萬人民幣)	157,918	144,796	148,481	170,040	194,650
淨利潤(百萬人民幣)	8,601	4,942	5,464	6,815	7,554
每股收益(人民幣)	2.76	1.58	1.75	2.18	2.42
每股收益變動(%)	34.6	-42.6	10.6	24.7	10.8
市盈率(x)	13.01	22.67	20.50	16.44	14.83
市賬率(x)	1.94	1.89	1.75	1.60	1.46
PEV(x)	1.01	0.87	0.77	0.68	0.60
股息率(%)	0.78	1.34	1.48	1.84	2.04
內含價值收益率(%)	21.90	26.18	14.05	14.28	14.36

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$48.96
(此前目標價)	HK\$43.78)
潛在升幅	+21.3%
當前股價	HK\$40.35

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	161,047
3月平均流通量(百萬港元)	268.75
5周內股價高/低(港元)	43.2/25.5
總股本(百萬)	3,120

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金	31.34%
寶鋼集團	15.10%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.5%	-2.2%
3-月	7.2%	-1.4%
6-月	8.2%	-6.1%

資料來源：彭博

12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.newchinalife.com

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入及帳戶管理費	111,994	112,648	114,960	134,962	157,502
分出保費及提取未到期責任準備金	(639)	(1,013)	(963)	(1,229)	(1,340)
淨保費收入及帳戶管理費	111,355	111,635	113,996	133,733	156,161
投資收益	45,069	32,134	33,631	35,480	37,568
其他營業收入	1,494	1,027	853	826	921
總收入	157,918	144,796	148,481	170,040	194,650
保險給付和賠付	(118,719)	(108,894)	(108,976)	(123,917)	(141,815)
投資合同支出	(1,331)	(1,067)	(1,181)	(1,299)	(1,429)
手續費、備金支出及管理費	(23,334)	(26,619)	(28,613)	(33,567)	(39,197)
其他成本	(1,430)	(428)	(1,140)	(1,337)	(1,562)
保險業務支出及其他費用合計	(144,814)	(137,008)	(139,910)	(160,121)	(184,002)
對聯營企業和合營企業投資收益	535	148	160	180	200
財務成本	(1,857)	(1,454)	(1,444)	(1,010)	(774)
稅前利潤	11,782	6,482	7,287	9,088	10,073
所得稅	(3,180)	(1,539)	(1,822)	(2,272)	(2,518)
非控制股東權益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
淨利潤	8,601	4,942	5,464	6,815	7,554

來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
債券	229,235	242,647	260,771	271,210	288,007
協定存款	127,679	79,845	70,862	73,698	79,045
其他固定收益類投資	119,046	194,163	206,916	215,200	228,527
股票和基金	85,770	76,433	77,948	81,068	86,872
其他權益類投資	28,552	35,835	36,848	38,323	40,697
現金及現金等價物	13,904	14,230	16,326	15,572	15,344
其他投資資產	31,502	36,641	38,946	41,912	44,136
總投資資產	635,688	679,794	708,617	736,985	782,628
非投資資產	24,872	19,387	24,311	23,774	27,941
總資產	660,560	699,181	732,927	760,759	810,569
保險合同負債	524,441	543,228	567,444	598,946	642,341
投資合同負債	27,166	30,071	33,078	36,386	38,205
借款	19,000	14,000	14,000	4,000	-
應付保險給付及預收保費	4,542	6,207	6,220	7,289	8,027
稅項及其他負債	27,570	46,550	48,234	43,897	45,066
總負債	602,719	640,056	668,976	690,518	733,639
淨資產總值	57,841	59,125	63,952	70,241	76,930
少數股東權益	6	7	7	7	7
股東權益	57,835	59,118	63,945	70,234	76,923

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
同比增長					
總收入	11.1%	-8.3%	2.5%	14.5%	14.5%
淨利潤	34.3%	-42.5%	10.6%	24.7%	10.8%
保費收入	1.8%	0.6%	2.0%	17.4%	16.7%
首年保費收入	19.6%	-9.3%	-21.4%	26.8%	23.4%
- 代理人管道首年保費收入	40.9%	28.0%	35.1%	25.9%	22.9%
- 銀保管道首年保費收入	11.9%	-26.5%	-66.9%	29.7%	24.9%
首年標準保費收入	34.5%	28.4%	33.7%	29.7%	24.8%
總投資資產	1.6%	6.9%	4.2%	4.0%	6.2%

保費結構

首年保費	46.2%	41.7%	32.2%	34.7%	36.7%
- 首年期交保費	15.2%	21.3%	30.4%	33.7%	36.1%
- 首年躉交保費	31.0%	20.4%	1.7%	1.0%	0.6%
續期保費	53.8%	58.3%	67.8%	65.3%	63.3%

首年保費結構

個險代理人渠道	31.6%	44.6%	76.7%	76.1%	75.8%
銀保渠道	68.4%	55.4%	23.3%	23.9%	24.2%

償付能力（償二代下）

核心償付能力充足率	248.5%	259.7%	250.7%	253.9%	252.8%
綜合償付能力充足率	281.0%	281.3%	270.3%	259.0%	252.8%

新業務價值及內含價值

新業務價值（百萬人民幣）	7,663	10,449	14,117	17,792	21,881
新業務價值同比增長率	56.0%	36.4%	35.1%	26.0%	23.0%
新業務價值率（基於首年標準保費）	37.9%	40.3%	40.7%	39.6%	39.0%
內含價值（百萬人民幣）	110,650	129,450	146,143	165,354	187,041
內含價值收益率	21.9%	26.2%	14.1%	14.3%	14.4%
淨投資收益率	4.9%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%
總投資收益率	7.5%	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%

每股數據

每股收益（人民幣）	2.76	1.58	1.75	2.18	2.42
每股帳面價值（人民幣）	18.54	18.95	20.50	22.51	24.66
每股內含價值（人民幣）	35.47	41.50	46.85	53.01	59.96
每股股息（人民幣）	0.28	0.48	0.53	0.66	0.73

來源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。